



保险/金融

中国平安 (601318)

踏上估值修复路

彭玉龙
021-38676683
pengyulong@gtjas.com
编号 S0880511010025

本报告导读:

平安的“安全价值”、“可比价值”和“目标价值”分别为 47 元、55 元和 76 元，当前股价折价严重；业务持续快速发展；盈利处于成长周期起点；抑制估值的再融资等事件性风险释放；目标价从 64 元提升至 76 元，增持。

投资要点:

- **估值折价严重。**根据公司业务发展情况及不同的估值参照标准，测算出中国平安的“安全价值”、“可比价值”和“目标价值”分别为 47.41 元、54.82 元和 76.32 元，目前股价的上升空间分别达 22%、41% 和 96%。
- **综合金融的各项业务均以快于行业速度增长。**平安各业务线均以超越行业的速度在发展：产寿险业务已经站稳了行业第二的位置，并不断缩小与行业龙头的差距；整合深发展后，银行业务实现了跳跃式的发展；包括证券、信托等的投资业务已全面起步，正快速崛起。
- **盈利具备超越周期的成长能力，处于成长周期的起点。**平安只用了 4 年便超越了 07 年的牛市盈利高点。产寿险仍是未来 3-5 年仍然是公司的主要盈利来源；银行及投资业务作为新的盈利增长来源，重要性将越来越高，占比也将越来越大。盈利处于成长周期的起点。
- **事件风险释放或暂时无忧。**260 亿可转债获股东大会通过，且净资产进入回升期，再融资风险释放。员工股减持期限仍是 5 年计划，没有提前减完的计划，且离前期减持价仍有不少空间，作为可选方式之的大宗交易也不能完全排除，员工股减持的风险暂时不必过于担忧。
- **目标价提高到 76 元，增持。**预计 2011-2012 年 EPS 分别为 2.31、2.87 和 3.72 元。目前估值水平为：2 倍新业务价值倍数，1.2 倍 P/EV，14 倍 PE，2.2 倍 PB。增持评级，目标价从 64 元提升到 76 元。
- **风险提示：**资本市场持续低迷，浮亏释放进损失；寿险反弹低于预期，产险竞争加剧；银行盈利增速趋势性下降。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	13,883	17,311	18,257	24,702	32,046
(+/-)%	1997.1%	24.7%	5.5%	35.3%	29.7%
总资产	935,712	1,171,627	1,380,615	1,588,214	1,759,213
(+/-)%	32.2%	25.2%	17.8%	15.0%	10.8%
净资产	91,743	116,883	129,925	160,275	192,975
(+/-)%	12.6%	27.4%	11.2%	23.4%	20.4%

关键估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
每股内涵价值	21.14	26.29	29.09	32.63	37.23
每股收益	1.89	2.30	2.31	2.87	3.72
每股净资产	11.57	14.66	15.73	17.84	21.48
P/EV	1.84	1.48	1.34	1.19	0.99
市盈率	20.58	16.91	16.84	13.56	10.45
市净率	3.36	2.65	2.47	2.18	1.81

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 76.00

上次预测: 64.00

当前价格: 38.91

2012.02.10

交易数据

52 周内股价区间 (元)	33.35-55.48
总市值 (百万元)	308,017
总股本/流通 A 股 (百万股)	7,916/4,786
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/3,130
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	22
日均成交值 (百万元)	812

资产负债表摘要 (03/11)

总资产 (百万元)	25,223
股东权益 (百万元)	123,946
每股净资产	15.55
杠杆倍数	0.20

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.62	0.76
Q2	0.68	0.90
Q3	0.41	0.22
Q4	0.59	0.43
全年	2.30	2.31

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15%	-3%	-21%
相对指数	6%	4%	-6%

相关报告

《中国平安拟发行 260 亿可转债会议纪要》	2011.12.21
《中国平安拟发行 260 亿可转债》	2011.12.21
《投资超预期，底部已跨越》	2011.10.26
《2011 年中期业绩发布会纪要》	2011.08.18
《寿险低迷，产险和银行增长强劲》	2011.08.18

模型更新时间: 2012.02.09

股票研究

金融

保险

中国平安 (601318)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **76.00**

上次预测: 64.00

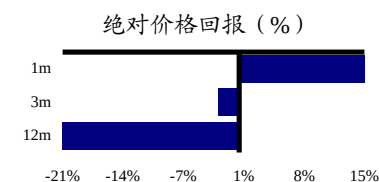
当前价格: 38.91

公司网址

www.pingan.com

公司简介

公司是中国第一家股份制保险企业,至今已发展成为融保险、银行、投资等金融业务为一体的整合、紧密、多元的综合金融服务集团。公司运用旗下各专业子公司通过多渠道分销网络,以统一的品牌向超过 6000 万客户提供保险、银行、投资等全方位、个性化的金融产品和服务。公司拥有中国金融企业中真正整合的综合金融服务平台,位于上海张江的中国平安全国后援管理中心是亚洲领先的金融后台处理中心,公司据此建立起流程化、工厂化的后台作业系统,并借助电话、网络及专业的业务员队伍,为客户提供专业化、标准化、全方位的全金融理财服务。公司在 2010 年



52 周价格范围

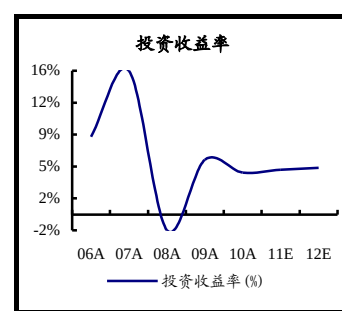
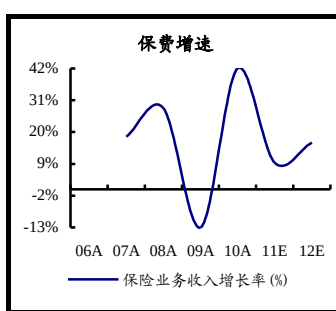
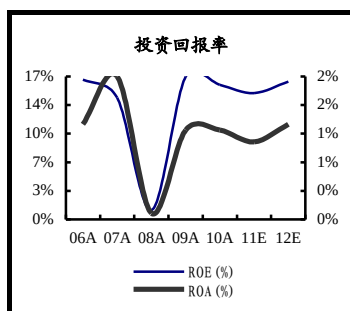
33.35-55.48

市值 (百万)

308,017

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	107,919	165,204	139,803	147,835	189,439	209,049	244,147	289,690
已赚保费	78,845	94,032	121,790	100,383	141,124	155,731	181,062	213,441
投资收益	28,182	63,546	-14,492	31,431	30,596	38,192	42,033	51,699
营业支出	100,208	148,037	142,110	128,254	167,122	182,492	209,069	244,846
提取保险责任准备金	56,131	76,953	32,984	41,417	65,902	66,186	75,322	88,792
赔付支出	18,081	26,998	34,592	33,154	39,629	43,731	50,844	59,936
业务及管理费	10,008	15,465	14,025	22,438	29,276	28,032	32,591	38,419
营业利润	7,711	17,167	-2,307	19,581	22,317	23,257	31,478	40,845
利润总额	7,736	17,483	-2,453	19,919	22,347	23,287	31,508	40,875
所得税	240	1,902	-3,326	5,437	4,409	4,657	6,302	8,175
净利润	7,342	15,086	662	13,883	17,311	18,257	24,702	32,046
资产负债表								
货币资金	42,585	72,740	52,445	102,775	85,810	87,774	94,294	101,927
交易性金融资产	44,003	84,938	6,931	29,126	37,682	39,411	42,338	45,765
买入反售金融资产	7,251	36,457	2,733	14,748	19,081	19,956	21,438	23,173
可供出售金融资产	95,200	178,539	212,236	241,436	312,363	326,689	350,957	379,366
持有至到期投资	129,250	127,736	126,502	218,598	282,816	295,786	317,759	343,481
资产合计	463,288	651,104	707,640	935,712	1,171,62	1,380,61	1,588,21	1,759,21
吸收存款	66,725	72,133	80,649	116,045	223,598	279,497	349,371	436,714
准备金	298,685	380,947	420,064	365,963	444,035	510,221	585,543	674,334
负债合计	416,662	541,886	626,171	843,969	1,054,74	1,250,68	1,427,93	1,566,23
股东权益	46,626	109,218	81,469	91,743	116,883	129,925	160,275	192,975
投资结构								
债券投资	56%	40%	62%	60%	59%	59%	58%	58%
定期存款	18%	7%	18%	16%	17%	18%	18%	18%
股权投资	10%	21%	5%	8%	7%	7%	7%	7%
基金投资	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
基础设施与非上市股权投资	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
物业投资	0%	1%	1%	2%	1%	2%	3%	3%
现金及其它	11%	27%	10%	12%	11%	11%	11%	11%
财务指标								
成长性								
1 年新业务价值增速		39.6%	18.8%	31.2%	49.8%	11.3%	13.9%	22.1%
保险业务收入增长率		18.2%	28.2%	-13.3%	42.0%	9.2%	16.3%	17.9%
寿险保费增长率	16.2%	15.9%	29.1%	31.4%	22.3%	13.9%	15.9%	16.7%
产险保费增长率	33.0%	27.2%	24.7%	43.9%	61.4%	34.2%	16.9%	20.1%
投资收益增长率		125.5%	-122.8%	-316.9%	-2.7%	24.8%	10.1%	23.0%
营业利润增长率		122.6%	-113.4%	-948.8%	14.0%	4.2%	35.3%	29.8%
净利润增长率		105.5%	-95.6%	-2097.1	24.7%	5.5%	35.3%	29.7%
总投资增长率		43.0%	-2.2%	26.9%	29.4%	4.6%	7.4%	8.1%
盈利及费用指标								
总资产收益率	1.6%	2.4%	0.1%	1.5%	1.5%	1.3%	1.6%	1.9%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	14.5%	1.1%	17.0%	16.0%	15.0%	16.4%	17.7%
投资收益收益率	8.5%	15.7%	-1.7%	6.0%	4.6%	4.9%	5.1%	5.8%
退保率	4%	4.2%	1.7%	1.4%	0.7%	1.9%	1.9%	2.0%
综合赔付率	64%	61%	66%	57%	55%	57%	57%	57%
综合成本率	101.9%	101.8%	105.1%	98.7%	92.8%	98.7%	98.7%	98.7%
内涵价值估值 (单位: 百万元)								
调整后净资产	46,282	107,032	79,016	94,606	123,573	137,362	169,448	204,020
调整后寿险业务净资产	18,866	30,319	25,800	40,052	43,673	62,663	51,702	62,250
有效业务价值	19,291	43,278	43,843	60,651	77,413	92,896	111,475	133,770
内涵价值	65,573	150,311	122,859	155,258	200,986	230,257	280,923	337,790
寿险内涵价值	38,157	73,597	69,643	100,704	121,086	155,559	163,176	196,020
1 年新业务价值	5,150	7,187	8,541	11,805	15,507	17,106	18,282	22,330
调整后每股净资产	7.47	14.57	10.76	12.88	16.17	17.35	19.68	23.70
调整后每股寿险业务净资产	3.05	4.13	3.51	5.45	5.71	7.92	6.01	.23
每股有效业务价值	3.11	5.89	5.97	8.26	10.13	11.73	12.95	15.54
每股内涵价值	10.58	20.46	16.73	21.14	26.29	29.09	32.63	39.23
寿险业务每股内涵价值	6.16	10.02	9.48	13.71	15.84	19.65	18.95	22.77
每股新业务价值	0.83	0.98	1.16	1.61	2.03	2.16	2.12	2.59
新业务价值倍数							16	
每股新业务价值							34	
寿险每股评估价值 (元)							53	
产险业务每股价值 (元)							9	
银行、证券及总部每股价值							15	
每股价值							76	



目 录

1. 中国平安：综合金融集团标杆	4
1.1. 市场地位：持续提升，逼近龙头	4
1.2. 公司治理：股东结构分散，对子公司绝对控制	5
1.3. 发展战略：综合金融，国际领先	6
1.4. 盈利能力：行业领先	8
2. 综合金融业务全面快速发展	9
2.1. 寿险：高水平上的自我超越	10
2.1.1. 保费增速领先	10
2.1.2. 个险渠道强大，银保渠道有扩张余地	10
2.1.3. 保单质量较高：持续率高，退保率低	12
2.1.4. 注重期缴，注重保单价值	12
2.1.5. 在一线城市的区域优势明显	13
2.1.6. 2012 年：克服困难，挑战自我	13
2.2. 产险：盈利周期持续	13
2.2.1. 保费持续高速增长	14
2.2.2. 电销渠道和交叉销售构筑产险竞争力	14
2.2.3. 综合成本率降至历史低位	15
2.2.4. 2012 年：盈利周期持续	15
2.3. 银行和投资业务：不断培育的新盈利增长点	16
2.3.1. 银行：收购深发展，跳跃式发展	16
2.3.2. 投资业务：快速崛起	17
2.4. 投资：配置趋稳健，综合投资收益将回升	19
2.4.1. 市场低迷致资产规模增速下降	19
2.4.2. 资产配置：固定收益类上升	20
2.4.3. 投资收益率低迷	21
2.4.4. 2012 年：投资资产增速和综合投资收益回升	22
3. 估值	22
3.1. 寿险估值	22
3.2. 产险估值	23
3.3. 其他业务估值	24
3.3.1. 银行	24
3.3.2. 证券	24
3.3.3. 信托	25
3.3.4. 总部及其他	25
3.4. 公司估值	25
4. 市场关注热点问题	26
4.1. 偿付能力充足率与再融资	26
4.2. 员工股减持	27
4.3. 创新的代价	28
4.4. 其他问题	28
5. 公司评级	29

1. 中国平安：综合金融集团标杆

1.1. 市场地位：持续提升，逼近龙头

从业内来看，中国平安无论是寿险还是产险都位居行业第二，同时，平安的银行、证券和信托等业务快速发展，已经形成典型的综合金融格局。

在综合金融构建的过程中，中国平安的资产规模迅速扩张。并表深发展后的平安总资产达 2.19 万亿，高于国寿的 1.52 万亿，06-10 年总资产年均复合增长：平安 (20.39%) > 国寿 (14.18%)；净资产 1211 亿，低于中国人寿的 1760 亿，但差距在不断缩小，06-10 年净资产年均复合增速：平安 (19.87%) > 国寿 (12.55%)。

从保费收入来看，无论是寿险还是产险，中国平安保费增速都远高于同业竞争者。05-11 年寿险年均复合增长：平安 (21.3%) > 行业 (17.44%) > 太保 (15.93%) > 国寿 (12.07%)，与国寿的市场份额差距由 05 年的 27.54% 下降至 11 年的 16.32%。05-11 年产险年均复合增长：平安 (36.87%) > 太保 (27.35%) > 行业 (24.67%) > 人保 (17.48%)，市场份额由 05 年的 10.31% 上升至 11 年的 18.05%，与人保的市场份额差距由 05 年的 43.31% 下降至 11 年的 19.05%。

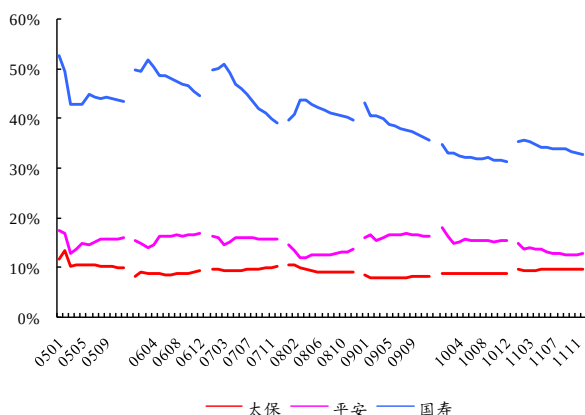
2011 年寿险行业相当低迷，但平安寿险保费增长 17.15% (新准则)，按照老口径增长 13.87%，远高于同期中国人寿 0.03%、中国太保 6.03% 的增速；平安产险保费增长 34.16%，也远高于同期太保产险 19.54%、人保财险 12.63% 的增速。

表 1：2011 年产险、寿险公司保费排名

排序 (单位: 亿元)	寿险排名	寿险保费	产险排名	产险保费
1	国寿股份	3182.53	人保股份	1733.72
2	平安寿	1189.67	平安财	833.33
3	新华	947.97	太保财	615.91
4	太保寿	932.03	中华联合	209.55
5	人保寿险	703.61	国寿财产	163.96
6	泰康	679.37	大地财产	162.56
7	太平人寿	314.58	阳光财产	133.17
8	生命人寿	233.65	出口信用	102.34
9	阳光人寿	159.54	天安	78.20
10	国寿存续	139.54	安邦	71.49

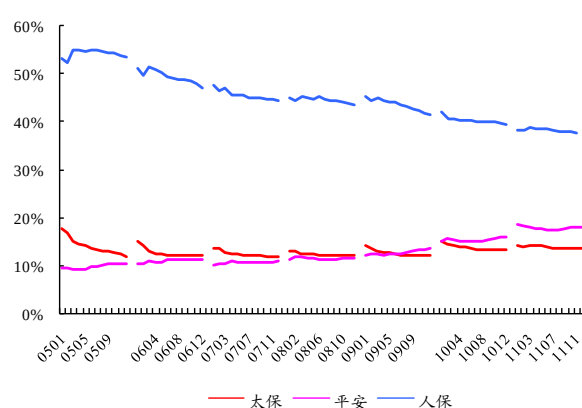
数据来源：CIRC，国泰君安证券

图 1: 寿险市场份额



数据来源: CIRC, 国泰君安证券研究

图 2: 产险市场份额



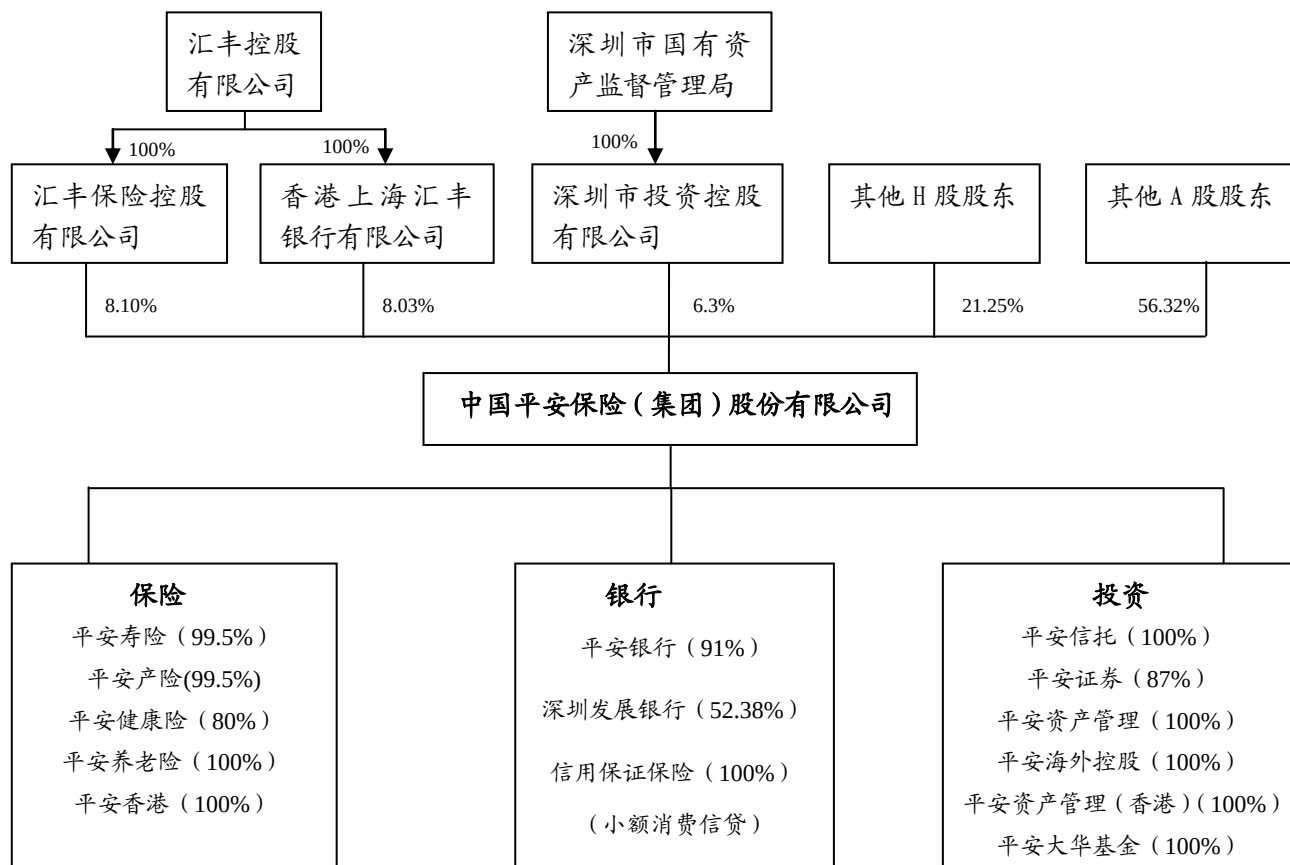
数据来源: CIRC, 国泰君安证券研究

1.2. 公司治理: 股东结构分散, 对子公司绝对控制

中国平安股东较分散, 单一股东持股比例较低, 不存在控股股东。分散化的股东背景对平安的经营干预很小, 作为公司创立者的管理层可以一以贯之的坚持综合金融战略。

集团对子公司保持绝对控股比例, 大部分接近于 100%, 提高了集团及各子公司的执行力, 降低了沟通和执行成本。这也是平安战略能够一直严格执行的重要原因。

图 3: 中国平安具备良好的股权结构



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。注: 图中股东持股比例为 10 年的数据, 截止 11 年三季度数据略有变动。

表 2: 中国平安前十大股东持股结构 (截止 2011 年 9 月 30 日)

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
汇丰保险控股有限公司	618,886,334	7.82
香港上海汇丰银行有限公司	613,929,279	7.76
深圳市投资控股有限公司	481,359,551	6.08
源信行投资有限公司	380,000,000	4.8
林芝新豪时投资发展有限公司	319,094,187	4.03
林芝景傲实业发展有限公司	273,701,889	3.46
深业集团有限公司	179,675,070	2.27
深圳市武新裕福实业有限公司	178,802,104	2.26
深圳市江南实业发展有限公司	139,112,886	1.76
全国社会保障基金理事会转持二户	111,007,892	1.4

数据来源: Wind, 国泰君安证券

1.3. 发展战略: 综合金融, 国际领先

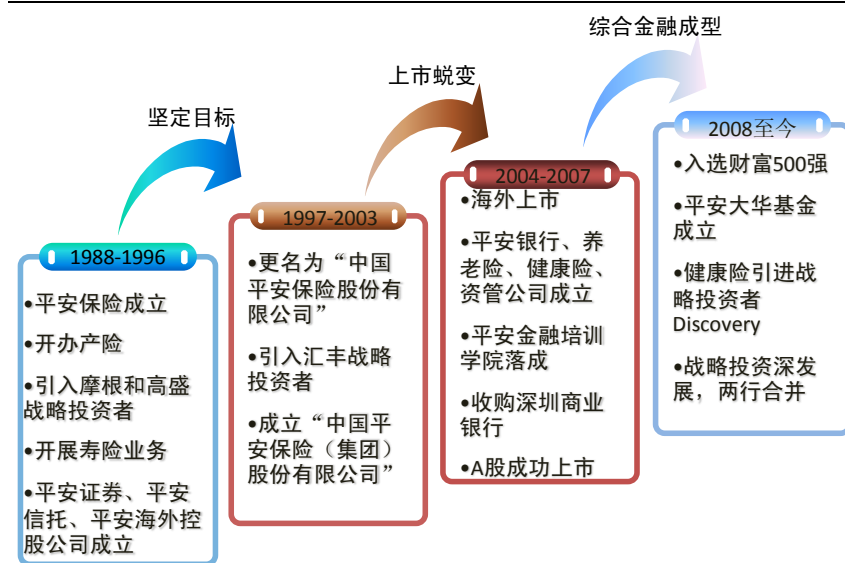
保险起家, 目标远大。平安保险于 1988 年诞生于深圳蛇口, 成立初期只开办财产险业务, 在 90 年代整个金融行业分业经营的背景下, 公司确定了公司的综合金融混业经营模式, 开展寿险业务, 成立证券、信托和海外控股公司, 并一直坚定地实施公司战略目标。发展至今已成为融保险、银行、投资等金融业务为一体的整合、紧密、多元的综合金融服务集团。

不断培育新的利润增长点。随着各项业务的发展, 平安的收入和利润也逐渐从产险、寿险向银行、证券、信托等各业务线扩展, 且其他各业务线的盈利占比逐步上升。在平安集团的综合金融平台下, 各业务线可以实现协同效应降低成本扩大业务规模, 同时也可以分散风险。平安的战略目标是保险、银行、投资业务各占 1/3, 为此, 银行、证券和信托等业务正快速发展。

综合金融战略初步成型。纵观中国平安的发展历程, 其发展路径是典型的内涵式发展与外延式扩张相结合的道路。尤其是收购深发展后, 平安逐步建成了保险、银行、证券、信托、基金全牌照金融服务公司, 综合金融战略初步成型, 但与战略目标仍有一定的差距, 银行、投资业务盈利贡献较低, 11 年上半年银行、投资业务盈利占比分别为 18.4%、8.8%。

发展战略: 国际领先, 综合金融。构建以保险、银行、投资为支柱的业务体系, 成为以保险为核心的国际领先综合金融服务集团。打造强大的综合金融服务平台, 实现“一个客户, 一个账户, 多个产品, 一站式服务”。公司未来 10 年发展的基本思路是, 以保险带动综合金融, 用综合金融进一步促进保险业务加快发展, 实现银行、保险、投资三支柱均衡发展。

图 4：中国平安的综合金融之路



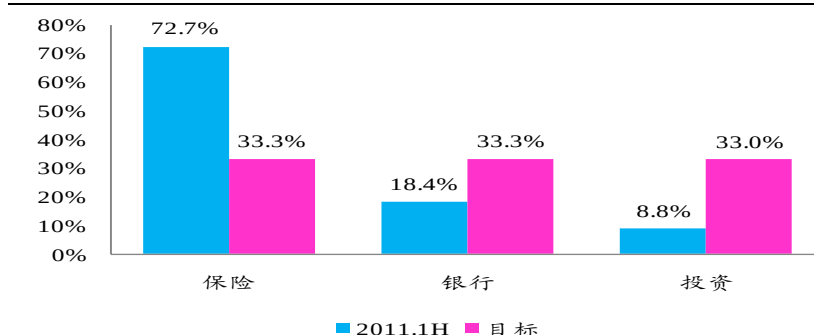
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 5：中国平安的战略发展阶段



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 6：三支柱盈利结构现状与战略目标还有一定距离



数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 3: 中国平安交叉销售效果显著

单位: 百万	2007		2008		2009		2010		2011.1H	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
产险业务保费收入	2,835	13	3,867	14	5,635	14.5	8,582	13.7	5,757	14
企业年金受托业务	180	3.7	1,161	13	623	7.5	1,545	15.1	187	10.7
企业年金投资管理业务	359	7.9	1,383	15	671	7.4	1,131	7.7	244	4.9
信托计划	2,900	7	1,872	3	5,650	4.5	13,812	14.1	8,469	10
银行公司业务存款	—	—	475	5.3	2,509	10.4	5,200	21.1	2,770	13
银行公司业务贷款	—	—	1,298	12	788	5.2	4,200	20.1	3,624	36.2
信用卡 (万张)	19	83.3	69	50.5	124	56.5	124	54.5	13	32

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

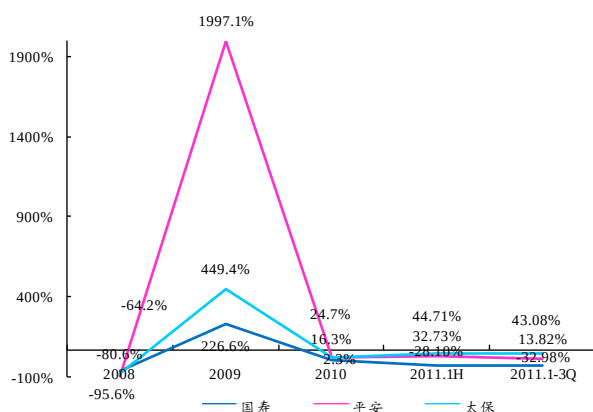
1.4. 盈利能力: 行业领先

平安综合金融战略具有很强的竞争力, 盈利能力业内领先, 除 08 年受金融危机和“富通事件”影响, 盈利下滑严重, 整体盈利保持了较快增长。以牛市高点 07 年为起点, 07-11 年均净利复合增速: 国寿 (-5.74%) < 平安 (4.8%) < 太保 (8.06%), 其中, 太保的高成长主要来源于其间的 A 股和 H 股的 IPO 上市融资。中国平安只用了 4 年便跨越了牛市盈利高点, 而我们最近所做的国际比较显示, 国外最大规模的 10 家保险公司, 除了巴菲特的伯克希尔外, 用了 10 年也未超越 2001 年的盈利高点。

2011 年即使年受到寿险、资本市场低迷的影响, 剔除掉一次性损益后, 平安的盈利增速最高, 1-3Q 盈利增速: 中国平安 (29.1%) > 中国太保 (24.3%) > 中国人寿 (-32.98%)。

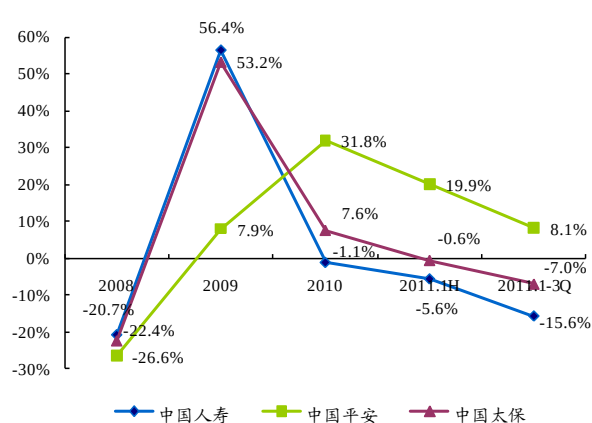
从净资产收益率 (ROE) 来看, 平安近三年来都要高于国寿、太保, 资本盈利能力强劲, 达到 17%-18% 的水平。11 年前三季度 ROE: 平安 (12.6%) > 中国太保 (9%) > 国寿 (8.6%)。

图 7: 盈利变动情况



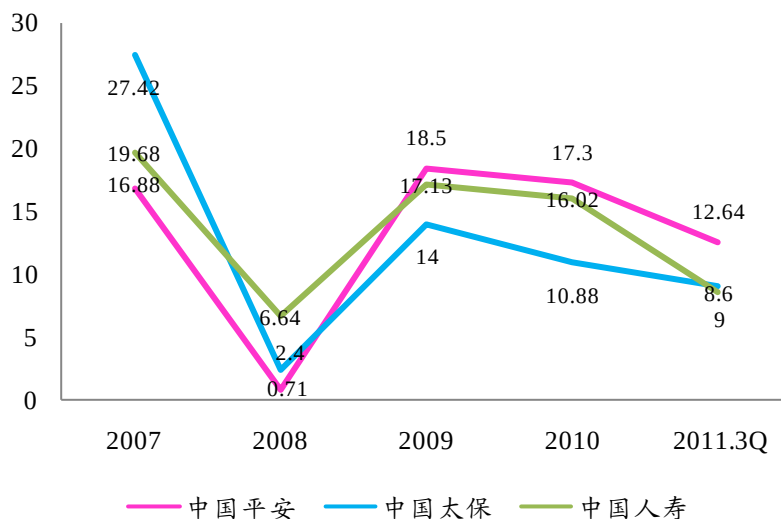
数据来源: CIRC, 国泰君安证券研究

图 8: 净资产变动情况



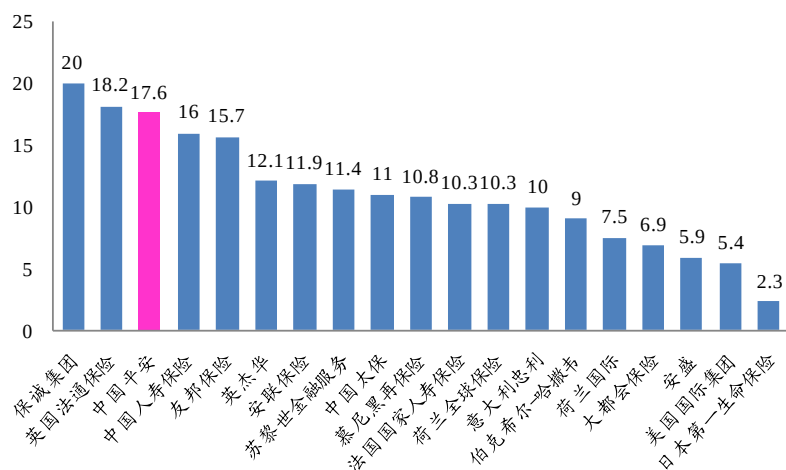
数据来源: CIRC, 国泰君安证券研究

图 9: 平安 ROE 水平连续三年高于国寿、太保



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 10: 平安 ROE 在全球保险公司中也处于领先地位



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

2. 综合金融业务全面快速发展

收购深发展后, 平安逐步建成了保险、银行、投资三支柱业务格局, 综合金融战略初步成型, 各项业务均具有相当强的竞争力。

寿险业务

- 创新能力强, 众多第一, 最早建立代理人制度; 移动展业的推出对提升效率有很大帮助, 并将逐步显现出来。
- 高品质和可持续的代理人队伍, 培训机制完善, 人均产能高;
- 高品质的业务结构, 期缴占比高, 一线城市占有显著优势;
- 银保谨慎, 占比低, 银行业务扩张或加大投入后有很大发展空间。

产险业务

- 电话销售有先发优势, 目前仍是行业内最强的电销平台;

- 交叉销售对产险有较大贡献，随着综合金融的不断完善，交叉销售的优势还会更明显；
- 理赔及管理效率高。

其他业务

- 银行、证券、信托等各项业务快速发展，盈利占比逐步上升，第二支柱银行业务进程更快，第三支柱投资业务全面发展；
- **银行**：跳跃式发展，150-200 亿注资深发展后，持有平安银行的比例超过 60%，银行业务盈利贡献占比上升至 30%以上；
- **证券**：投行业务行业领先，IPO 承销业务行业第一，经纪业务较快发展；
- **信托**：私人财富管理业务高速稳定增长，成为资产管理类业务的重要利润来源；
- **基金**：依托集团，强势起步，首只基金成功发行，规模最大。

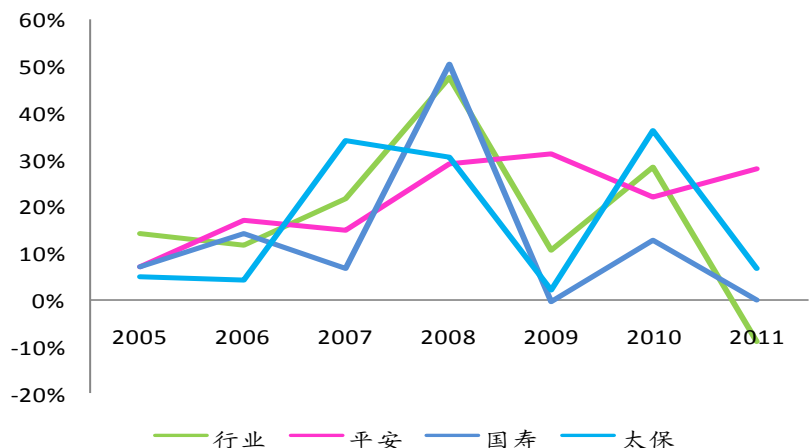
2.1. 寿险：高水平上的自我超越

2.1.1. 保费增速领先

平安寿险凭借强大的个险渠道，保费增速高于行业，也高于同业竞争者。05-11 年寿险年均复合增长：平安（21.3%）>行业（17.44%）>太保（15.93%）>国寿（12.07%）。

即使 11 年寿险低迷，平安寿险依然保持了两位数以上的增长。由于数据的可得性，平安和行业按照老口径，太保和国寿按照新口径比较，11 年保费增速：平安（13.87%）>行业（6.8%）>太保（6.03%）>国寿（0.03%）。

图 11：平安寿险保费增速整体高于行业和可比公司



数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.1.2. 个险渠道强大，银保渠道有扩张余地

截止 2011 上半年，平安寿险主要的分销网络包括：约 47 万名代理人，超过 2800 名团体保险销售代表，以及 6 万余个与平安寿险签订银行保险兼业代理协议的银行网点。

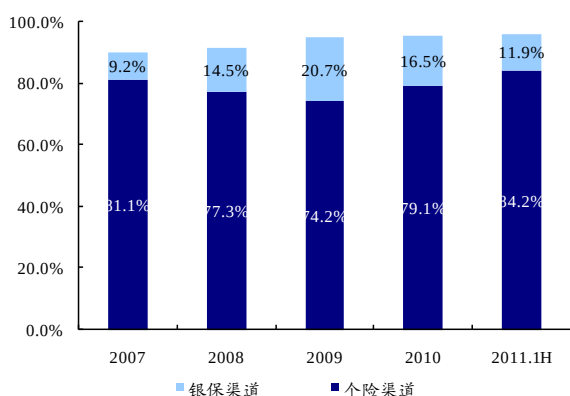
个险渠道：队伍强大，产能远高同业。平安在国内保险公司中第一个将引入代理人制度，占领市场先机，已建立了 47 万人的强大营销队伍，

产能超过 1 万元，而很多同行 3000-4000 左右的水平；11 年上半年个险渠道保费占比达 84%。11 年全行业面临较严重的增员难问题，上半年平安代理人数量由 10 年年底的 45.4 万人增加到 47.5 万人，三季度末较年初增加 3.6 万人，月均产能由 10 年年底的 7922 元上升至 11 年年中的 1.05 万亿，上升 32.3%。

银保谨慎，有扩张余地。平安银保渠道占比不高，维持在 20%以下，11 银保渠道受银保新政、银行理财产品等冲击，银保渠道下滑严重，11 年上半年银保渠道下降 17.3%。综合考虑资本消耗和盈利之间的平衡，平安不会盲目扩张银保，为了避开与银行存款的比较，有意识的将期限错开，如将期限增大到 7-8 年或 10 年，实现银保渠道的转型。由于银保比例低，若资本约束下降，投资收益上升，加大投入，银保空间还是很大的；并且，随着平安自身银行业务的扩张，对银保也有帮助。

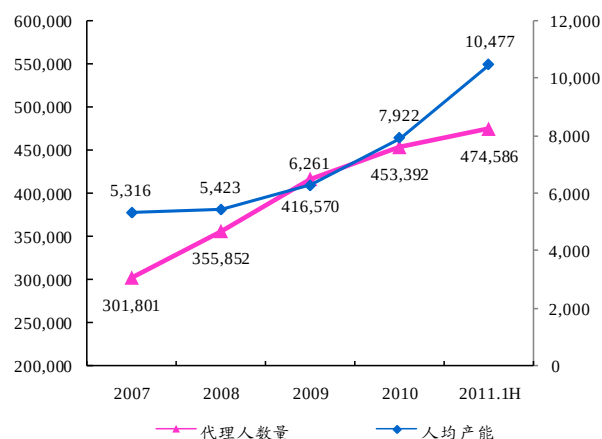
新渠道：持续创新，综合金融提供了广阔平台。公司凭借其持续的创新能力，实现了销售渠道的不断扩张，交叉销售、电销和网销等渠道对业务发展贡献越来越大。

图 12: 个险渠道保费占比达 80%



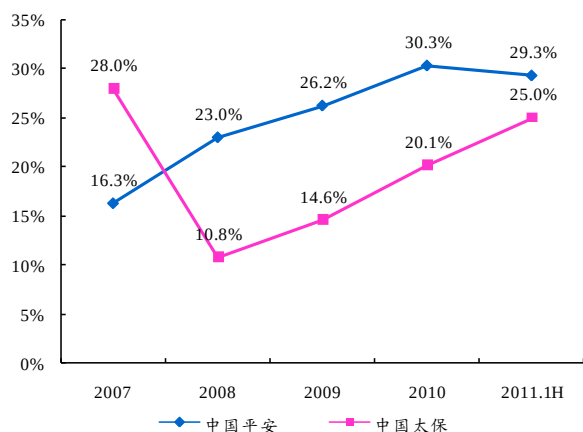
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 13: 营销员数量及产能



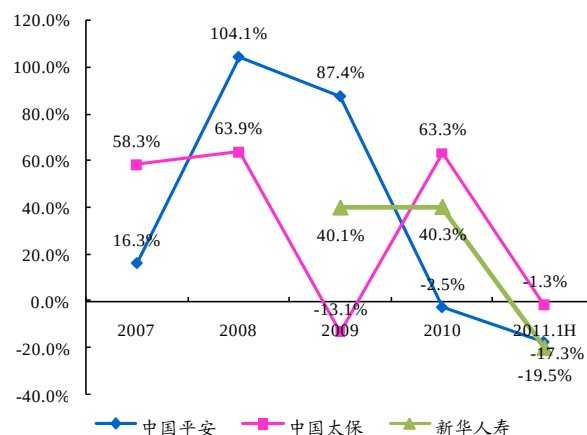
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 14: 个险渠道保费增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 15: 银保渠道下滑



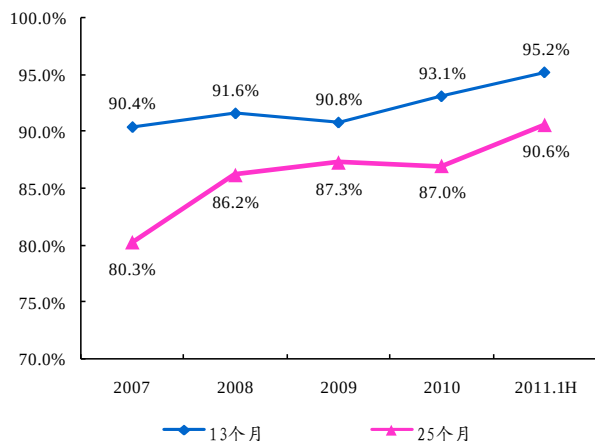
数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.1.3. 保单质量较高：持续率高，退保率低

保单持续率高。平安保单持续率（13个月和26个月）分别达到95.2%和90.6%，高于同期国寿保单持续率（14个月及26个月）92.54%和87.00%，太保保单持续率（13个月和25个月）93.1%和89.9%。

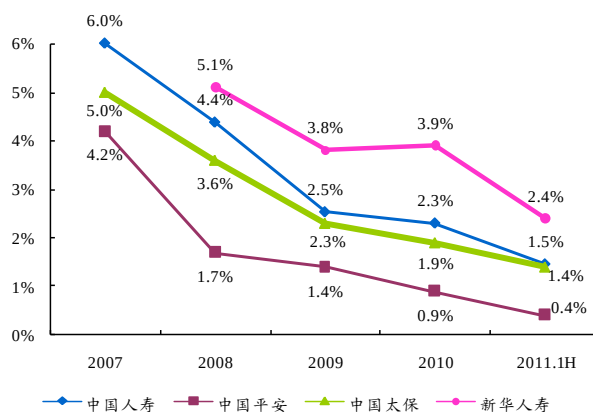
退保率低。平安退保率近2年下降到1%以下，持续低于国寿、新华和太保。

图 16: 保单持续率高



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 17: 退保率低



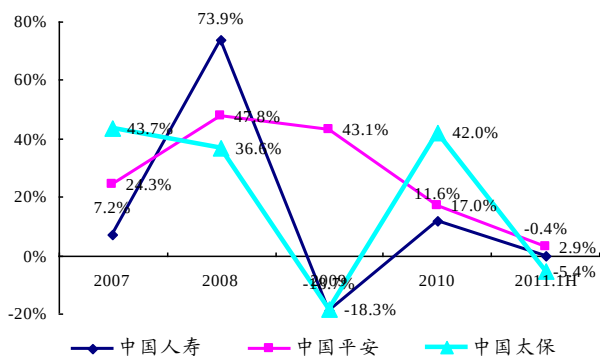
数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.1.4. 注重期缴，注重保单价值

从期限结构来看，平安首年保费中的期缴比例达53%，同行大部分在30%-40%，高期缴比例保证了保费增长的可持续性，同时有助于保持较高的新单利润率。

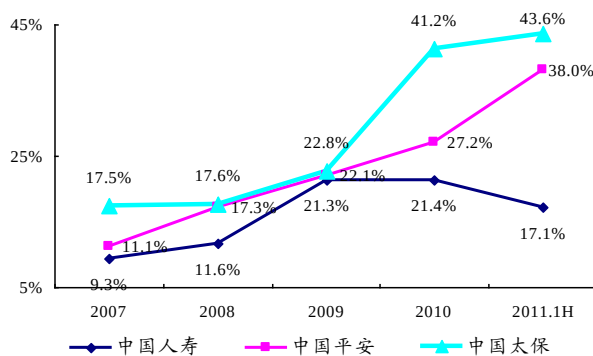
因此，平安续期保费近年增长快速，占比由07年的11.1%攀升至11年上半年38%。

图 18: 首年保费增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 19: 续期保费增速

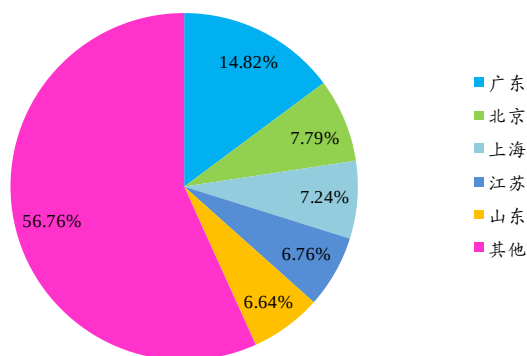


数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.1.5. 在一线城市的区域优势明显

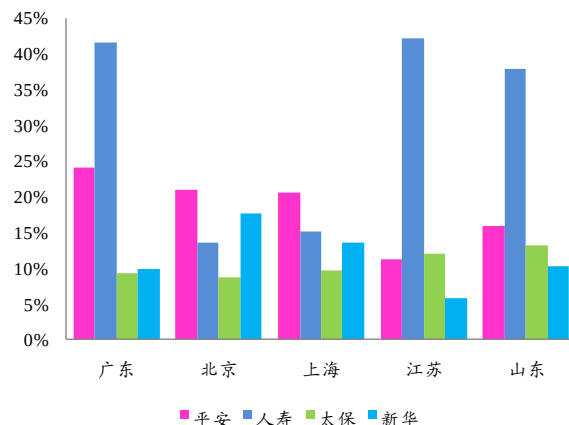
广东、北京、上海等地区的业务在平安寿险中的份量很大，并且在这些地区的市场占有率也有明显优势，北京、上海市场占有率排名第一，广东、山东市场占有率居第二位，江苏市场占有率第三。

图 20: 平安寿险保费地区分布



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 21: 平安寿险重点地区市场份额



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

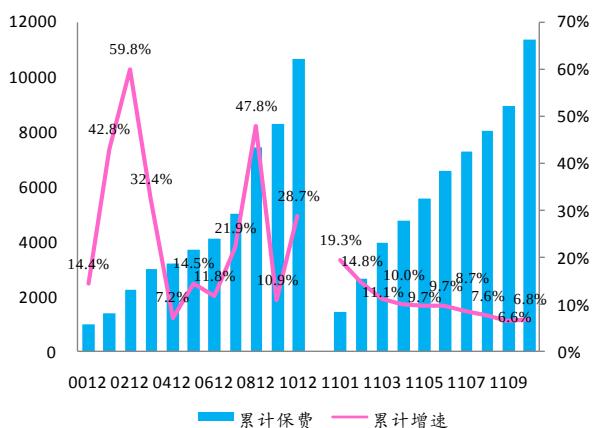
2.1.6. 2012 年: 克服困难, 挑战自我

平安寿险作为行业标杆, 面临的问题不是如何超越别人, 而是如何不断超越自我, 随着基数不断提高, 超越的难度也不断上升。

2011 年, 寿险业陷入低迷, 平安也不能置身事外, 全年首年保费 (FYP) 增长估计只有个位数, 新业务价值增长在 10% 左右。

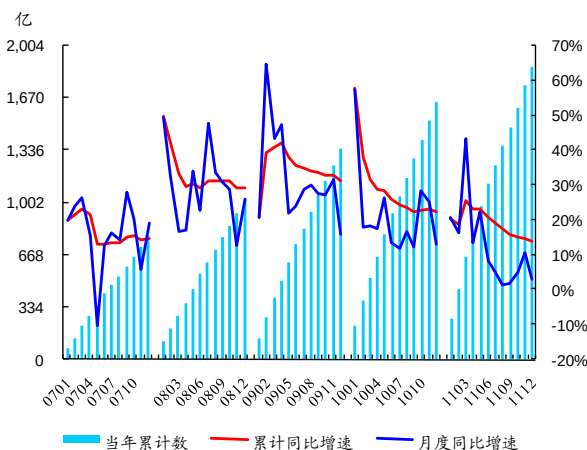
2012 年, 寿险业仍面临不少困难, 无论是个险的增员和产能, 还是银保的恢复, 都需要全力应对; 然而, 随着基数效应的下降及货币政策的适当放宽, 寿险业仍可逐步走出低谷, 实现恢复性增长。

图 22: 寿险企稳回升, 最艰难时期已过去



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 23: 平安寿险保费回升更快



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。注: 11 年按老口径

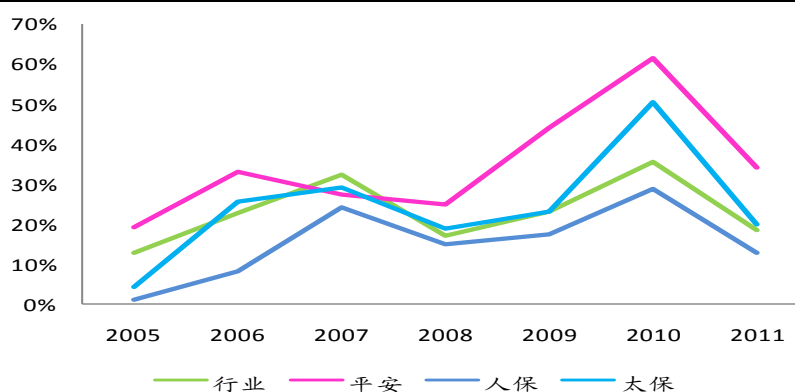
2.2. 产险: 盈利周期持续

2.2.1. 保费持续高速增长

平安产险保费在 2009 年超过太保产险，从此稳居第二的位置，并不断拉开与后来者的差距，缩小与中国财险的差距。市场份额由 09 年的 13% 上升至 11 年的 18%，同期中国财险的份额由 42% 下降至 38%。05-11 年产险年均复合增长：平安 (36.87%) > 太保 (27.35%) > 行业 (24.67%) > 人保 (17.48%)。

11 年产险保费增长较 10 年有所下降，但仍保持在高增长水平，11 年保费增速：平安 (34.16%) > 太保 (19.53%) > 行业 (18.54%) > 人保 (12.63%)。

图 24：平安产险保费增速持续高于行业竞争者



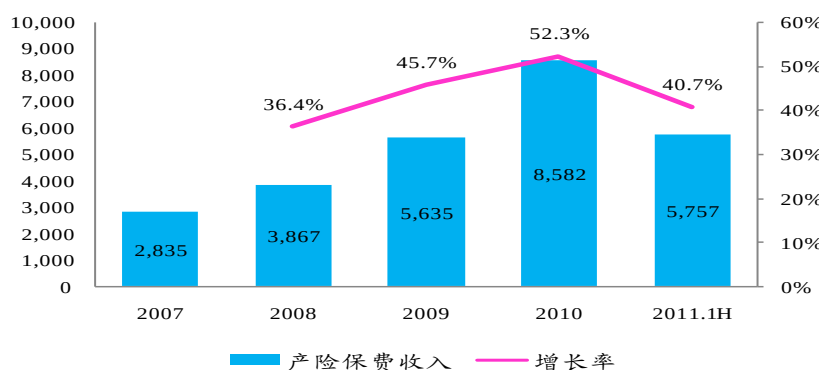
数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.2.2. 电销渠道和交叉销售构筑产险竞争力

平安产险保费高增长的根本原因一方面在于管理团队坚定不移的实行公司的发展战略；另一方面在于渠道化改革：1. 通过新渠道来获取业务，创造新的销售模式，平安是第一家做电销的，抢占了市场先机，11 年预计电销渠道保费实现 80% 以上的增长，去年电销和网销占比达到 30-40% 左右。2. 交叉销售，每年都有 40-50% 的增长。现在电销的规模已经很高，增速会下来的，但电销和交叉交叉销售的优势仍可以持续。

11 年前三季度，平安产险实现保费收入人民币 615.86 亿元，同比增长 35.5%。其中来自于交叉销售和电话销售的保费快速增长 65.3%，渠道贡献占比提升至 39.5%。

图 25：交叉销售贡献保费每年增长 40-50%

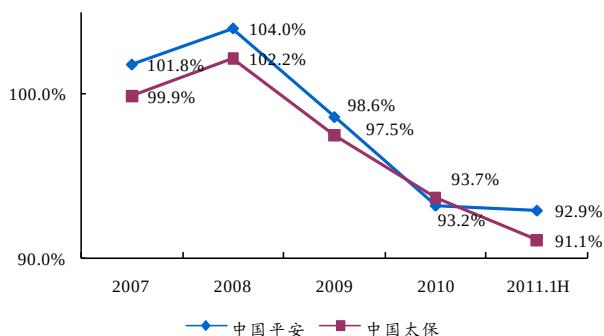


数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.2.3. 综合成本率降至历史低位

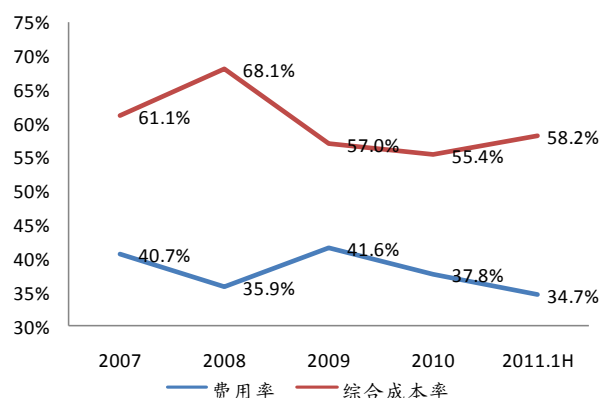
2010-2011 年的综合成本率 93.0%左右，处于历史低水平。与行业水平大体相当，略高于中国太保。综合成本率：平安 (92.9%) > 人保 (92.5%) > 太保 (91.1%)，费用率：平安 (34.7%) > 太保 (34.5%) > 人保 (27.6%)，赔付率：人保 (64.9%) > 平安 (58.2%) > 太保 (56.6%)。

图 26: 综合成本率降至新低



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 27: 费用率下降，赔付率有所上升



数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 4: 承保盈利达到历史高水平

	2003	2004	2005	2006	盈利期 平均	2007	2008	2009	亏损期 平均	2010	2011.1H
人保财险											
费用率	24.4%	22.2%	29.1%	29.5%	26.3%	33.8%	27.4%	33.1%	31.4%	30.4%	27.6%
赔付率	71.9%	76.8%	68.1%	69.4%	71.6%	68.3%	75.9%	69.2%	71.1%	67.4%	64.9%
综合成本率	96.3%	99.0%	97.2%	98.9%	97.9%	102.1%	103.3%	102.2%	102.5%	97.8%	92.5%
平安财险											
费用率	31.2%	35.2%	35.9%	40.2%	35.6%	40.7%	35.9%	41.6%	39.4%	37.8%	34.7%
赔付率	66.4%	59.8%	61.0%	59.7%	61.7%	61.1%	68.1%	57.0%	62.1%	55.4%	58.2%
综合成本率	97.6%	95.0%	96.9%	99.9%	97.4%	101.8%	104.0%	98.6%	101.5%	93.2%	92.9%
太保财险											
费用率		36.3%	35.9%	39.5%	37.2%	40.2%	37.3%	36.5%	38.0%	36.3%	34.5%
赔付率		63.5%	59.2%	60.4%	61.0%	59.7%	64.9%	61.0%	61.9%	57.4%	56.6%
综合成本率		99.8%	95.1%	99.9%	98.3%	99.9%	102.2%	97.5%	99.9%	93.7%	91.1%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.2.4. 2012 年：盈利周期持续

从保费增长来看，虽然汽车销量不高，但车险保费增速高于汽车销量。2011 年 1-9 月汽车销量仅有 3.3% 的增长，汽车销量的景气度的下降将给车险增长带来上升压力。但是，汽车保有量仍在上升，而且随着汽车消费升级，高端车比例上升，再加上平安“电销+网销”渠道优势继续，12 年车险保费收入增长仍可保持相对乐观。

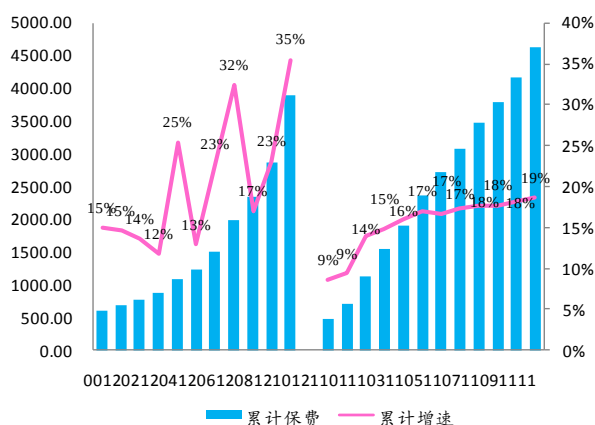
从利润率来看，综合成本率仍可维持在较低水平。车险费率市场化改革

估计要到 6 月了，而盈利基本有半年左右的滞后时间，也即意味 2012 年全年的综合成本率可能不会比 2011 年大幅上升。

车险竞争加剧不可避免，平安竞争优势继续。在汽车销量下降和盈利丰厚的环境下，随着车险费率市场化改革的推行，竞争加剧不可避免；但平安的电销平台、交叉销售、理赔效率等优势将继续支持平安产险的增长。

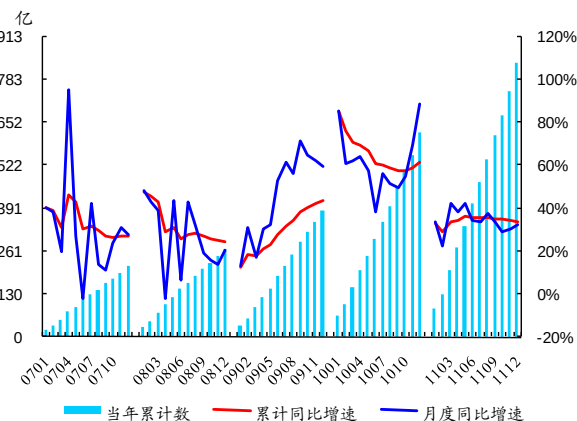
总体上判断，产险盈利增长很难达到 11 年的速度，但 12 年仍是盈利的高点，盈利周期在持续。

图 28: 产险保费持平，11 年行业增长 18.5%



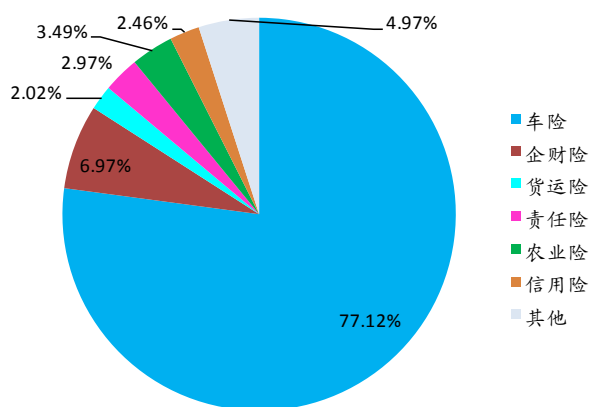
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 29: 平安产险保费 11 年增长 34%



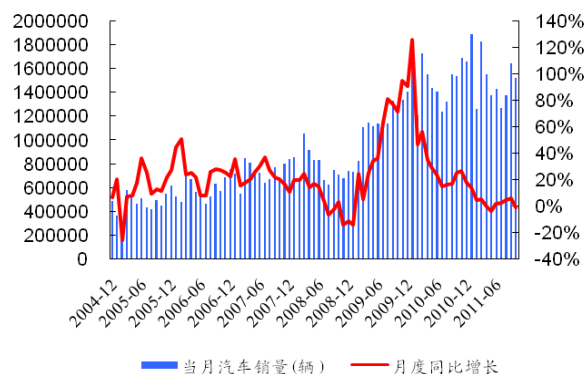
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 30: 2010 年产险保费结构



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 31: 汽车销量经过高速增长后快速回落



数据来源：中汽协，国泰君安证券

2.3. 银行和投资业务：不断培育的新盈利增长点

2.3.1. 银行：收购深发展，跳跃式发展

银行业务作为中国平安第二大大业务支柱，其发展不仅能够提高银行业务自身盈利能力的提升，同时也能够为银保业务增长提供支撑。11 年中收购深发展后，平安集团对深发展的持股比例上升至 52.38%。深发展整合后将更名为平安银行，150-200 亿的注资预计在 12 年获批，完成后平安持有平安银行的比例将达到 59.39%-61.30%。

中国平安银行业务发展基本是通过收购、兼并、重组外延式扩张实现。平安银行的前身深圳市商业银行成立于 1995 年 6 月 22 日，是中国第一家城市商业银行。2006 年 11 月，经中国银监会正式批准，中国平安集团持有深圳市商业银行 89.36% 的股份，成为该行最大股东。2007 年 6 月 16 日，中国银监会批准深圳市商业银行吸收合并原中国平安集团旗下子公司平安银行并更名为深圳平安银行。2009 年 1 月，深圳平安银行经批准更名为平安银行，此后平安集团持有平安银行 90.75% 的股份。

收购深发展后，2011 年三季度银行业务为集团贡献 53.22 亿利润，盈利贡献占比由 11 年中 18.4% 上升至三季度 36.66%，考虑到银行业务 12 年利润增速下降，预计注资完成后银行利润贡献占比仍可维持在 30.8%-31.8% 的水平，与三大支柱目标基本接近。

表 5：平安银行盈利指标不断改善

	2006	2007	2008	2009	2010	2011.1H
净利差	1.80%	2.80%	2.70%	2.18%	1.77%	2.44%
成本收入比	39.10%	41.00%	47.00%	59.50%	52.90%	45.87%
贷存比例	67.20%	54.80%	67.90%	72.16%	71.82%	68.99%
不良贷款率	6.30%	0.83%	0.54%	0.46%	0.41%	0.32%
拨备覆盖率	75.50%	82.20%	153.70%	156.00%	211.10%	285.89%
资本充足率	11.90%	9.10%	10.50%	13.00%	11.00%	10.78%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 6：平安银行与深发展银行经营指标对比（2011.1H）

	平安银行	深发展银行
总资产	282771	852,057
贷款总额	144,414	448,484
存款总额	209,320	632,497
净息差	2.44%	2.50%
成本收入比	45.87%	36.30%
净利润	1,214	4,732
分行总数	9	21
营业网点总数	76	296
不良贷款率	0.32%	0.44%
不良贷款拨备覆盖率	285.89%	379.74%
资本充足率（监管规定 $\geq 8\%$ ）	10.78%	10.58%
核心资本充足率（监管规定 $\geq 4\%$ ）	8.80%	7.01%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.3.2. 投资业务：快速崛起

证券：投行业务保持领先，经纪业务较快增长

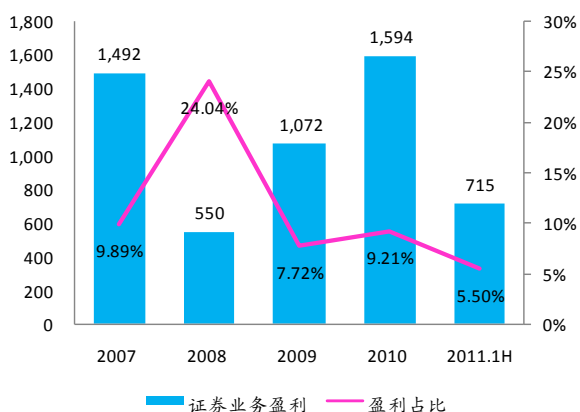
2011 年平安证券累计完成 34 家 IPO、8 家再融资及 18 家债券项目的主承销发行，IPO 承销业务行业排名第一；11 年前三季度新设 5 家营业部顺利开业，公司股东开户数持续增长，累计新增股东户 33.59 万户。

但受市场低迷影响，股基交易额下降，再加上行业佣金率维持在低水平，

11 年实现经纪业务收入 6.86 亿，同比下降 41.5%；实现证券承销业务收入 19.32 亿，同比下降 23.3%，11 年全年归属于母公司净利润 8.43 亿，同比下降 39%。

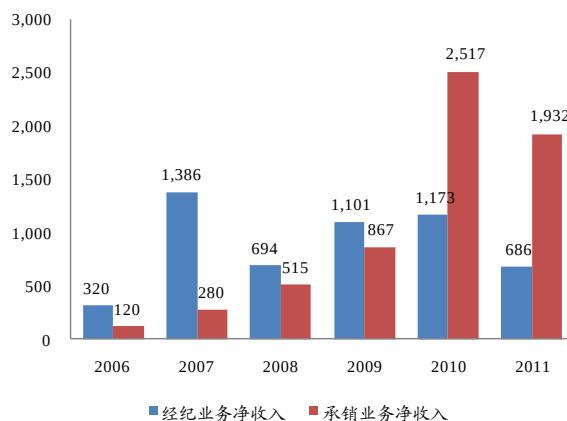
平安证券用三年的时间实现盈利超越周期，10 年实现盈利 15.94 亿元，超过 07 年 14.92 亿；危机后盈利快速增长，08-10 年平均复合增长 70%，其中投行业务增长更迅猛，承销净收入由 08 年 5.15 亿上升至 10 年 25.17 亿元，年均复合增长 121%，高于行业 71.4% 的年均募集资金增速；经纪业务业务收入由 08 年的 6.94 亿上升至 10 年 11.73 亿，年均复合增长 30%，同样高于行业增速。

图 32：证券业务盈利快速增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 33：投行业绩更亮眼



数据来源：公司公告，国泰君安证券

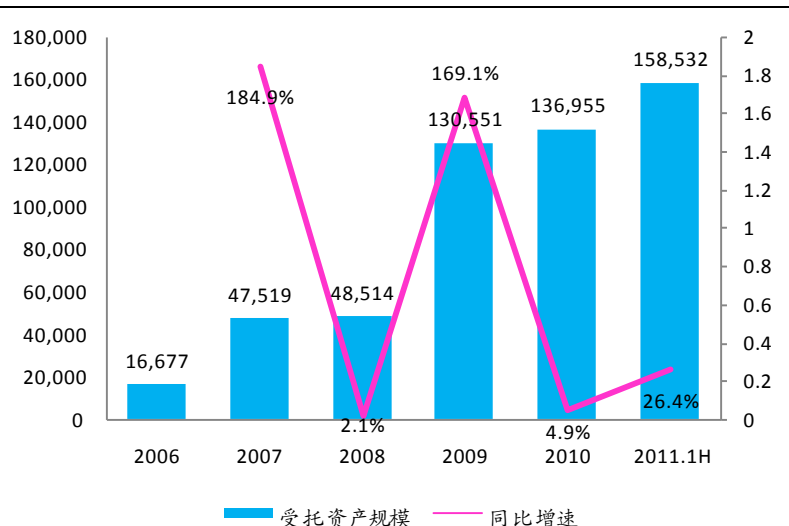
信托：私人财富管理业务高速稳定增长

2011 年前三季度，平安信托私人财富管理业务大幅增长。高净值客户已逾 12,000 人；月均募集资金平台达 60 亿，同比增长 300%；信托财富管理收入达人民币 11.25 亿元，大幅增长 152.8%，11 年全年预计盈利可达 15 亿，同比增长 44.5%。

从上市的信托公司安信信托和陕国投的盈利情况来看，11 年上半年安信信托和陕国投盈利分别为 0.64 亿、0.833 亿，分别同比增长 41.7%、188%。虽然安信信托和陕国投的盈利增速都较高，但是两公司的盈利规模都远远小于平安信托，我们认为平安信托将依托集团的综合金融平台，实现盈利继续高速稳定增长。

平安信托在过去两年业务成功转型的基础上，依托集团综合金融服务平台的优势，业务基本面继续保持良好发展趋势。未来平安信托将继续发展私人财富管理业务并不断夯实非资本市场投资能力，提高公司核心竞争力。

图 34: 平安信托资产管理规模增长迅猛



数据来源：公司公告，国泰君安证券

投资管理：内外兼修

平安集团主要通过平安资产管理和平安资产管理（香港）提供投资管理服务。

平安资产管理负责本公司境内投资管理业务，接受委托管理本公司保险资金和其他子公司的投资资产，并通过多种渠道为其他投资者提供投资产品和第三方资产管理服务。由于保险业务稳步增长带来的投资资产规模扩大，截止 2011 年 6 月 30 日，平安资产管理投资管理的资产规模达 7624 亿，较 10 年底有所上升。

平安资产管理（香港）作为负责本公司海外投资管理业务的主体，除受托管理集团内其他子公司的投资资产外，也为境内外投资者提供各类海外投资产品和第三方资产管理服务。截止 11 年 6 月 30 日，平安资产管理（香港）受托管理的外币资产规模达 336.58 亿港元。

基金：依托集团，强势起步

平安大华基金与 2011 年 1 月正式成立，首只产品“平安大华行业先锋股票型基金”于 11 年 7 月 14 日获批，并有多只不同类型的基金产品正在准备申报募集。

在新基金发行较为艰难的市场环境下，平安大华首只发行基金成功募集人民币 31.97 亿元，成为今年下半年以来首募规模最大的股票型基金，来自集团内部交叉销售渠道的业绩贡献占比超过 60%。

2.4. 投资：配置趋稳健，综合投资收益将回升

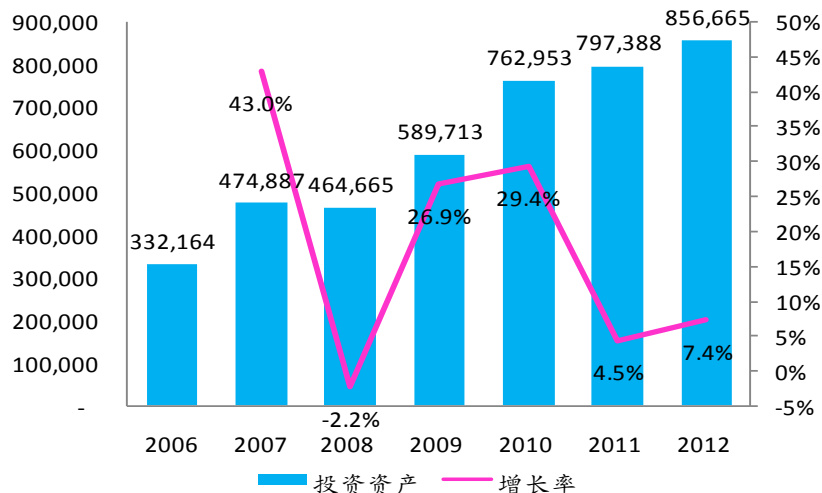
2.4.1. 市场低迷致资产规模增速下降

投资资产增长一方面来源于保费收入，另一方面是资产本身的增值；除此之外，融资会导致资产规模跨越式增长。

07 年中国平安 A 股上市，再加上大牛市投资资产增长 43%；08 年则由

金融危机导致的市场低迷导致股权投资损失，平安投资资产只增长了0.5%；09年出现阶段性牛市以及10年的再融资导致投资资产规模增速保持了较高水平。11年由于市场震荡低迷，上证指数下跌了22.9%，受此影响，我们预计投资资产增长4.5%。

图 35: 平安投资资产增速



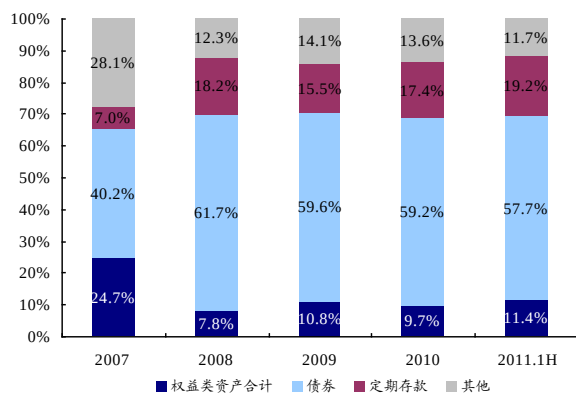
数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.4.2. 资产配置：固定收益类上升

11年上半年权益投资从9.7%上升至11.4%，股票账面价值增加了183亿，基金账面价值增加了30亿。

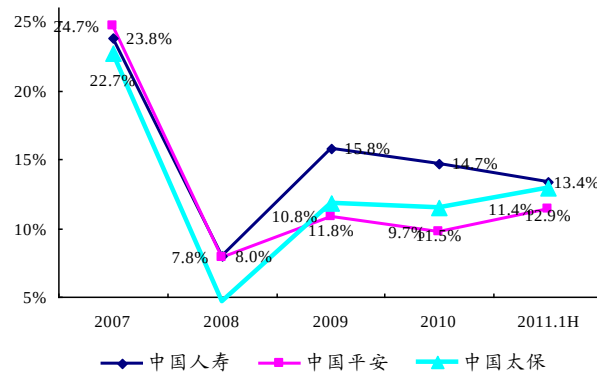
下半年股票市场下跌，债券市场三季度以来快速上涨，四季度存准率下调，加息周期结束。我们判断11年下半年平安下调股权投资比例，调高了债券和定期存款配置比例。目前权益投资比例10%左右，固定收益类比例80%左右。

图 36: 平安资产配置结构



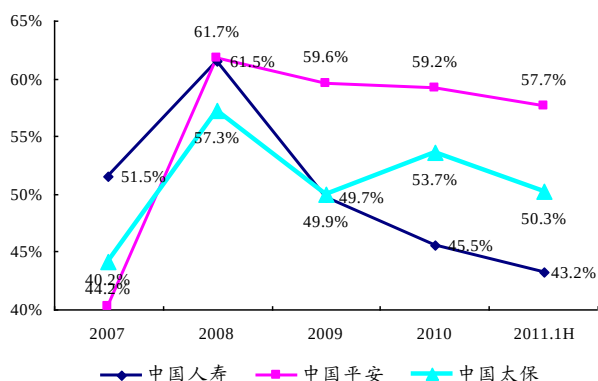
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 37: 权益配置比例



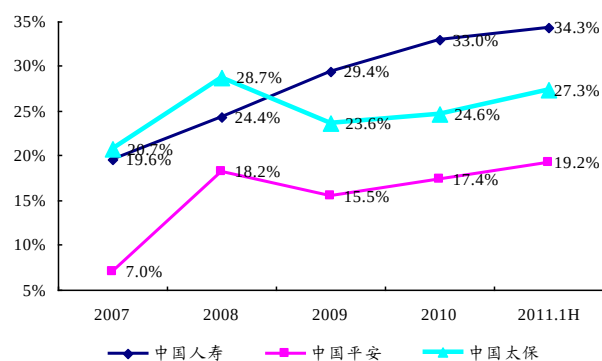
数据来源：公司公告，国泰君安证券。

图 38: 债券配置比例



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 39: 定期存款配置比例



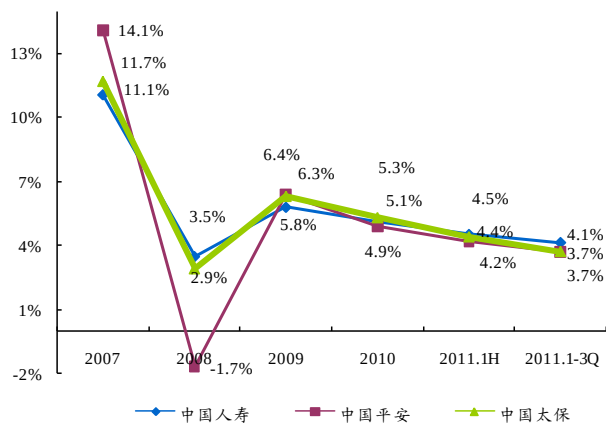
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

2.4.3. 投资收益率低迷

11 年全行业的投资收益率 3.6%，我们预计中国平安在 3.9% 左右，总投资收益率连续三年在 5% 以下，并持续下滑。

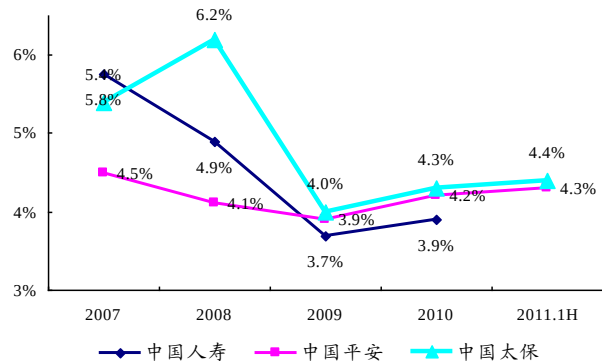
中国平安 11 年前三季末税前浮亏 240 亿左右，四季度股市下跌，但债市上涨，估计年底变化不大。12 年随着股市回升，浮亏有所减少。浮亏导致综合投资收益率要低于总投资收益率，估计在 1% 以下。

图 40: 总投资收益率上半年持平，但总体下降



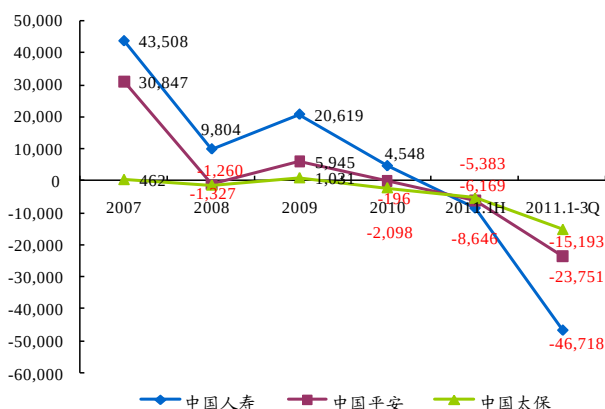
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 41: 加息推高净投资收益率



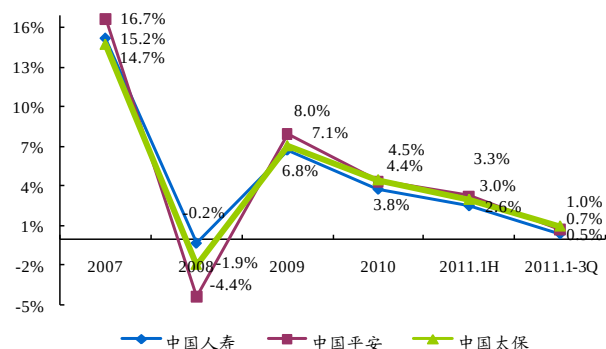
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 42: 第三季度累计浮亏快速扩大



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 43: 三季度浮亏严重致综合投资收益率下降



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

2.4.4. 2012 年: 投资资产增速和综合投资收益率回升

预期 12 年股债市都将好于 11 年, 因而 12 年平安投资资产增速将上升; 同时, 综合投资收益率也将上升。总投资收益率还要取决于浮亏的释放情况, 上升时间和幅度要慢于综合投资收益率, 但趋势是一致的。

3. 估值

我们根据各项业务的发展情况, 基于不同的参照标准和价值, 分别测算出“目标价值”、“可比价值”和“安全价值”: 其中“目标价值”是依据各项业务按照当前预计的目标发展速度测算出来的价值, “可比价值”则参考各业务线对应的可比公司或行业估值水平测算出来的价值, “安全价值”则是假定各业务线面临悲观假设时的评估价值。

3.1. 寿险估值

目标价值: 基于近年投资收益率不佳, 我们将公司的投资收益率假设下调 50 个 PB 至 4.75%-5.00%, 假定 12 年 1 年新业务价值增长 14%, 此后三年连续增长 10%, 2016-2020 年年均增长 5%, 2021 年后永续增长率为 3%。按此假设, 12 年一年新业务价值 182.82 亿, 新业务价值倍数 15.87, 新业务价值 2901 亿。考虑 2012 年 260 亿可转债转股的影响, 按照目前近 20 个交易日均价 37.5 元折算, 全部转股后股本增加 6.93 亿股, 总股本上升至 86.09 亿股, 则摊薄后每股新业务价值 33.7 元, 每股寿险评估价值 52.65 元。

可比价值: 与目标价值一样, 12 年一年新业务价值 182.82 亿, 新业务价值倍数参考行来龙头中国人寿, 目前中国人寿隐含新业务价值倍数 8 倍左右, 由此测算, 后每股新业务价值 16.99 元, 每股寿险评估价值 35.94。

安全价值: 与目标价值一样, 12 年一年新业务价值 182.82 亿, 参考中国人寿隐含新业务价值倍数历史最低值 5, 考虑到 04-10 年新业务年均复合增速: 平安 (25.8%) / 国寿 (20.4%) = 1.26, 确定平安新业务价值倍数为 6, 则摊薄后每股新业务价值 12.74, 每股寿险评估价值 31.69。

表 7: 平安寿险业务估值 (内含价值法)

内含价值估值	安全价值	可比价值	目标价值
经调整的净资产价值	169,448	169,448	169,448
有效业务价值	111,475	111,475	111,475
内含价值	280,923	280,923	280,923
寿险业务内涵价值	163,174	163,175	163,176
1 年新业务价值	18,282	18,282	18,282
新业务价值倍数	6.00	8.00	15.87
新业务价值	109,690	146,253	290,067
寿险评估价值	272,864	309,429	453,243
总股本	8,609	8,609	8,609
每股一年新业务价值	2.12	2.12	2.12
每股新业务价值	12.74	16.99	33.70
每股寿险内含价值	18.95	18.95	18.95
每股寿险评估价值	31.69	35.94	52.65

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。注: 总股本考虑了 260 亿可转债的摊薄效应, 假设转股数量 6.93 亿, 下同。

3.2. 产险估值

将平安产险与香港上市的产险龙头中国财险进行比较, 以得出合理的 PB 估值倍数。将实际资本中次级债剔除后, 中国财险和平安产险的偿付能力分别为 64.2%、148.9%, 即对于同样的一份产险业务, 平安的资本消耗是中国财险的 2.32 倍: $148.9\%/64.2\%=2.32$ 。

11 年上半年 ROE: 中国财险 (17.3%)、平安产险 (11%), 即对于同一份额的资本, 人保产险的盈利能力是平安产险的 1.57 倍: $17.3\%/11\%=1.57$ 。

表 8: 平安产险 PB 估值倍数测算 (2011.1H)

	中国财险	平安财险
实际资产	32,211	19,157
最低资本	20,266	9,799
偿付能力	158.9%	195.5%
次级债	19,210	4,570
剔除次级债后偿付能力	64.2%	148.9%
倍数 (平安/人保)		2.32
净利润	5,288	2,680
净资产	30,593	24,345
ROE	17.3%	11.0%
倍数 (人保/平安)		1.57

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。注: 平安产险净资产数据为估算值

由上述测算可知, 中国财险的 PB 估值水平应该是平安产险的 1.57-2.32 倍, 按照 2012 年 2 月 3 日中国产险 4.67 倍 PB 折算, 平安产险的 PB 估值倍数区间为 2.01-2.97。参照目前产险行业 PB 在 2 倍左右, 以及车险费率改革带来的竞争加剧以及汽车销量下降带来的产险保费增长压力,

我们确定三种假设的估值水平：目标价值 3 倍 PB，可比价值 2 倍 PB，安全价值 1.5 倍 PB。对应的每股价值分别为 9.06、6.24、4.82 元。

同时，我们也从 PE 估值水平进行了验证，中国财险当前市盈率为 21.85，与我们估算的可比价值估算的市盈率 20.14 相当，说明估值较合理。

表 9：平安产险业务估值

单位：百万元	安全价值	可比价值	目标价值
净资产	24,345	24,345	24,345
母公司注资	5,000	5,000	5,000
PB 倍数假设	1.5	2	3
总股本	8,609	8,609	8,609
每股价值	4.82	6.24	9.06
每股收益	0.31	0.31	0.31
对应的 PE	15.57	20.14	29.27
中国财险 PE	21.85	21.85	21.85

数据来源：公司公告，国泰君安证券

3.3. 其他业务估值

3.3.1. 银行

平安成功收购深发展后，深发展成为平安的控股子公司，11 年控股比例达 52.38%，如果完成 150-200 亿的定向增发后，则平安对深发展的持股比例则增至 59.39%-61.3%，我们假定平安对深发展注资 150 亿。

可比价值：深发展的现价是 16.83（2012 年 2 月 6 日），总市值 862.26 亿，折合平安银行业务每股价值为 5.95。

目标价值：根据 Wind 一致预期，机构对深发展的平均目标价为 19.34 元，则总市值可达到 990.85 亿，折合成平安的银行业务每股价值 6.84 元。

安全价值：若根据深发展近一年以内的最低价 14.88 折算，平安银行业务每股价值为 5.26 元。

表 10：银行业务估值

	安全价值	可比价值	目标价值
深发展股价	14.88	16.83	19.34
总市值	76,235	86,226	99,086
持股比例	59.39%	59.39%	59.39%
总股本	8,609	8,609	8,609
每股价值	5.26	5.95	6.84

数据来源：公司公告，国泰君安证券

3.3.2. 证券

11 年平安证券实现净利润 9.71 亿，同比下降 39%，降幅略低于证券行业平均水平；净资产 71.33 亿元，同比增长 10%。鉴于目前股票市场不明朗，我们谨慎估计平安证券净资产 12 年保持 10%的增速，达到 78.46

亿元，折合每股净资产为 0.99 元。

目前，已有的上市券商中，国元证券的市净率最低（1.2），东吴证券的市净率最高（3.2），行业加权平均市净率为 1.8 倍。

我们认为平安证券作为快速发展的小型券商，投行业绩亮眼，经纪业务稳健发展。分别选择 1.5、2.0 和 2.5 作为安全价值、可比价值和目标价值的 PB 估值倍数，对应的每股证券业务价值为：1.19、1.58 和 1.98。

表 11：平安证券业务估值

	安全价值	可比价值	目标价值
证券业务净资产	7,846	7,846	7,846
PB 倍数	1.5	2	2.5
持股比例	87%	87%	87%
总股本	8,609	8,609	8,609
每股价值	1.19	1.58	1.98

数据来源：公司公告，国泰君安证券

3.3.3. 信托

通过对集团及各业务线的净资产的分拆，我们初步估计平安信托 12 年信净资产 115 亿左右，折合每股净资产 1.34 元。

目前，国内上市的信托公司安信信托和陕国投的最新 PB 为 15.8 和 4.6 倍，但考虑到信托行业公司间规模和成长差别很大，以及公司的重组因素，综合考虑，我们给予平安信托的安全价值、可比价值和目标价值的 PB 倍数分别为 2、2.5 和 3 倍。对应的每股业务价值为 2.67、3.34 和 4.0 元。

表 12：信托业务估值

	安全价值	可比价值	目标价值
信托业务净资产	11,500	11,500	11,500
PB 倍数	2	2.5	3
持股比例	99.88%	100%	100%
总股本	8,609	8,609	8,609
每股价值	2.67	3.34	4.00

数据来源：公司公告，国泰君安证券

3.3.4. 总部及其他

我们估计当前集团可用资金为 250 亿左右，12 年发行可转债 260 亿，预计对子公司注资规模将达 250 亿左右，假设对深发展增资 150 亿元，对产寿险注资 100 亿左右。剩余净资产 260 亿，按 1 倍 PB 估值 260 亿元。同时，总部作为一个成本中心，产生负价值 108 亿，综合而言，总部估值 153 亿元，折合每股价值 1.78 元。

3.4. 公司估值

安全价值：假设各业务线面临悲观假设，寿险新业务价值倍数 6 倍，财险业务 1.5 倍 PB、银行到近一年最低市价（深发展 14 .88 元）、证券业

务 1.5 倍 PB、信托业务 2 倍 PB，则 2012 年安全价值为 47.41 元。

可比价值：参考行业现有估值水平，寿险新业务价值倍数 8 倍，产险业务 2 倍 PB、银行参考深发展现价、证券业务 2 倍 PB、信托 2.5 倍 PB，则 2012 年中国平安的可比价值为 54.82 元。

目标价值：基于各业务未来的预计发展速度和盈利能力，寿险新业务价值倍数为 15.87 倍，产险业务 3 倍 PB，深发展根据 Wind 一致预期目标价、证券业务 2.5 倍 PB、信托业务 3 倍 PB，则 2012 年中国平安目标价为 76.32。

表 13: 中国平安估值结果

	安全价值		可比价值		目标价值	
	估值水平	每股价值	估值水平	每股价值	估值水平	每股价值
寿险内含价值		18.95		18.95		18.95
1 年新业务价值		2.12		2.12		2.12
新业务价值	6	12.74	8	16.99	15.87	33.70
寿险评估价值		31.69		35.94		52.65
其他业务 (PB 倍数)						
平安财险	1.50	4.82	2.00	6.24	3.00	9.06
平安银行	近一年最低价	5.26	深发展现价	5.95	预期目标价	6.84
平安证券	1.5	1.19	2	1.58	2.5	1.98
平安信托	2	2.67	2.5	3.34	3	4.01
总部及其他	1	1.78	1	1.78	1	1.78
合计		47.41		54.82		76.32

数据来源：公司公告，国泰君安证券。

表 14: 中国平安目标价估值结果

	倍数/贴现率	评估价值	每股价值	占比
寿险内含价值		163,176	18.95	
1 年新业务价值		18,282	2.12	
新业务价值	15.87	290,130	33.70	
寿险评估价值		453,307	52.65	69%
其他业务				
平安财险	3.00	78,034	9.06	12%
平安银行	1.25	64,751	6.84	9%
平安证券	2.5	17,018	1.98	3%
平安信托	3	34,500	4.01	5%
总部及其他	1	15,295	1.78	2%
合计			76.32	100%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

4. 市场关注热点问题

4.1. 偿付能力充足率与再融资

长期压制中国平安股价的最大因素之一是再融资问题，由于各业务线快速发展，对资本的需求较大。08 年再融资失败给投资者留下了较严重的

心理阴影，11 年 12 月 21 日公司宣布发行 260 亿可转债，股价同样出现了较大幅度下跌。

我们估计去年底平安的偿付能力充足率在 180%左右。2012 将发行 260 亿可转债，期限 6 年，利率不高于 3%，已获股东大会通过，预计三季度实施，发行 6 个月后可转股。可转债获政策认可为附属资本的概率相当大。目前保监会并未对可转债补充资本有明确规定，但 2012 年全国保险监督管理工作会议上明确提出“鼓励公司适时通过多种渠道补充资本，缓解偿付能力压力”，并且“以次级可转换债券、混合资本债券和次级定期债券为重点，研究制定有关制度，拓宽资本补充渠道，优化保险行业资本结构”，偿付能力补充机制更趋完善。

同时，公司盈利也在积累中，净资产已开始回升，2012 年的资本压力不会太大，且次级债的发行也还有余地。因此，平安的再融资风险得以释放，而可转债预计转股要到 13 年一季度之后，年内并无新增股票压力。

表 15: 中国平安偿付能力及资本补充情况

中国平安	2007	2008	2009	2010	2011. 1H
实际资本	121,104	88,270	117,560	124,207	144,165
最低资本	24,883	28,663	38,916	62,778	72,073
平安偿付能力	486.7%	308.0%	302.1%	197.9%	200.0%
平安寿险					
实际资本	45,218	33,752	50,898	50,981	50,878
最低资本	15,704	18,371	22,453	28,295	32,190
平安寿险	287.9%	183.7%	226.7%	180.2%	158.1%
平安产险					
实际资本	4,895	5,047	7,268	15,002	19,157
最低资本	2,695	3,293	5,061	8,353	9,799
平安产险	181.6%	153.3%	143.6%	179.6%	195.5%
股权融资					
中国平安	38,222			16,036	16,134
偿付能力贡献	153.6%			25.5%	22.4%
次级债					
平安寿险					
平安产险			2,000	2,500	
偿付能力贡献			39.5%	29.9%	
母公司注资					
平安寿险			20,000		
偿付能力贡献			89.1%		
平安产险		1,000	2,000	6,000	5,000
偿付能力贡献		30.4%	39.5%	71.8%	51.0%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

4.2. 员工股减持

员工合计持有平安 8.6 亿股，占总股本 11.7%，根据减持方案，未来三到五年每年减持不超过 30%。

2010 年 3 月 1 日员工股解禁以来，根据公司披露信息，员工股仅在 10 年四季度减持 1.18 亿股，减持价格 58.19-65.81 元；11 年股市震荡下跌，平安股价同样震荡下跌，截止 11 年底降至 34 元，与发行价 33.8 接近，员工股仅在在一季度试探性地减持了 0.09 亿股。

目前股价虽升至 40 元附近，但距离员工股前几次减持的价格仍有距离，预计在目前价位减持的可能性不大。而且，减持方式之一的大宗交易一直都没有用，不排除未来采用这一方式的可能性。目前的减持时限仍为 5 年，没有缩短的计划。

表 16：平安员工股减持情况

单位：亿股	原始持股数	2010.12.31	2010 年减持合计	2011.3.31	2011 年一季度减持
林芝新豪时	3.90	3.24	-0.65	3.19	-0.05
林芝景傲实业	3.31	2.78	-0.53	2.74	-0.04
江南实业	1.39	1.39	0.00	1.39	0.00
其中：高管持股	0.88	0.88	0.00	0.88	0.00
员工持股（减持）合计	8.60	7.41	-1.18	7.32	-0.09
减持比例			-13.78%		-1.10%
减持价格（披露部分）			58.19—65.81 元		未披露，估计 50 元左右

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

4.3. 创新的代价

中国平安作为综合金融战略发展的典型代表，也有投资者对其快速扩张存有担忧，尤其是在 08 年投资富通集团失败后，使得其股价因此蒙上了一层阴霾。

我们认为快速扩张中的失误是公司发展历程中的正常现象，这并不影响平安作为中国金融行业的优秀公司之一。扩张中失误主要归因于平安的创新风险，而创新的风险一方面来源于管理层，另一方面来源于外部风险。而从平安的发展历程来看，不可控的外部风险是导致扩张失误的主要原因。

虽然平安在扩张过程中出现过失误和下滑，但不能掩盖平安的扩张之路是成功的。从 1988 年在蛇口成立只开办财产险业务，到现在发展成产险、寿险、银行、证券、信托和基金全牌照大型综合金融公司，并取得产寿险市场第二的地位，而且各项业务都在快速发展中，不能怀疑平安的发展是成功的。

从目前的发展状况来看，平安距离其“保险、银行、投资”三大支柱平衡发展的战略目标还有一段差距，其快速扩张之路仍将延续，尤其是资产管理类业务增长更快。

4.4. 其他问题

1) 浮亏减值及对业绩的影响

按计提规则，资产减值的计提会比较平稳，不会导致业绩大幅的波动。

2) 内含价值精算假设

近年投资收益率低迷，但应该不会调整内涵价值假设。从国外多年的发展情况来看，目前的假设还是比较容易达到的，而且，过去的五年平均的投资收益率也达到了 5.5% 的假设。投资收益率假设是未来非常长的时间，不会轻易调整；风险贴现率的调整可能性更小，因为风险贴现率的影响期限非常长，尤其是永续增长。

3) 税延型养老险

长远来看，国家不得不建立税延型养老险，未来居民养老 1/3 来自社保，1/3 来自养老金，1/3 来自储蓄。这一政策也在不断的讨论中，新的保监会主席把这作为工作重点来抓。不过得承认，这个问题又比较复杂，是一个社会系统工程，同时也有一定的技术难度，若体系没有建好就很难全面推开，同时，国家还要考虑老龄化和税收政策调整进程。经过三年的讨论，我们认为这一政策正越来越接近。税延型养老保险对整个行业而言都具有重大的开拓性意义，平安的养老险的资产管理规模在全行业排第一，也将显著受益于这一政策。

5. 公司评级

估值折价严重。按照中国平安 2 月 8 日收盘价 38.91 元，相对于安全价值、可比价值和目标价值的上升空间分别为 22%，41% 和 96%。显然，无论采取哪种估值水平，目前中国平安的股价都存在较严重的低估。

业务持续快速发展。平安各业务线均以超越行业的速度在发展：产寿险业务已经站稳了行业第二的位置，并不断缩小与行业龙头的差距；整合深发展后，银行业务实现了跳跃式的发展；包括证券、信托等的投资业务已全面起步，正快速崛起。

盈利具备超越周期的成长能力，未来不断有新的盈利增长点，处于成长周期的起点。平安只用了 4 年便超越了 07 年的牛市盈利高点。产寿险仍是未来 3-5 年仍然是公司的主要盈利来源，但银行及投资业务作为新的盈利增长来源，重要性将越来越高，占比也将越来越大，平安的盈利成长性将超越行业界限。盈利处于成长周期的起点。

事件风险释放或暂时无忧。260 亿可转债获股东大会通过，且净资产进入回升期，再融资风险释放。员工股减持期限仍是 5 年计划，没有提前减完的计划，且离前期减持价仍有不少空间，作为可选方式之的大宗交易也不能完全排除，员工股减持的风险暂时不必过于担忧。

预计 2011-2012 年 EPS 分别为 2.31、2.87 和 3.72 元。公司增持，因抑制估值的再融资风险得以释放，寿险在逐步走出底部，净资产开始回升，根据前一部分的估值结果，目标价从 64 元提升到 76 元。

表 17: 中国平安估值指标 (按 2012 年 2 月 8 日股价计算)

关键估值指标	2010A	2011E	2012E				2013E
			安全价值	可比价值	目标价值	现价	
每股内涵价值	26.29	29.09	32.63	32.63	32.63	32.63	39.23
每股新业务价值	2.03	2.16	2.12	2.12	2.12	2.12	2.59

每股收益	2.3	2.31	2.87	2.87	2.87	2.87	3.72
每股净资产	14.66	15.73	17.84	17.84	17.84	17.84	21.48
P/EV	1.48	1.34	1.45	1.68	2.34	1.19	0.99
新业务价值倍数	2.30	2.16	5.76	9.25	19.40	1.75	1.43
市盈率	16.92	16.84	16.52	19.10	26.59	13.56	10.46
市净率	2.65	2.47	2.66	3.07	4.28	2.18	1.81

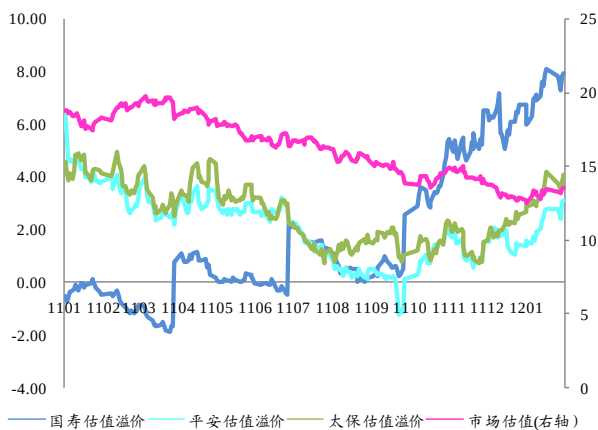
数据来源：公司公告，国泰君安证券。

表 18: 上市保险公司估值对比 (截止 2012 年 2 月 8 日)

	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
每股内涵价值	10.64	12.10	29.09	32.63	13.50	16.28	17.17	20.89
每股新业务价值	0.75	0.90	2.19	2.12	0.79	0.87	1.41	1.64
每股收益	0.79	0.92	2.31	2.87	1.10	1.38	1.03	1.19
每股净资产	6.63	8.19	15.74	17.84	9.05	10.87	10.42	11.62
P/EV	1.81	1.59	1.34	1.19	1.61	1.34	1.79	1.04
隐含新业务价值倍数	11.54	7.96	2.12	1.75	4.89	2.84	9.08	7.78
市盈率	24.49	20.86	16.83	13.56	19.84	15.71	29.74	25.69
市净率	2.90	2.35	2.47	2.18	2.40	2.00	2.94	2.64

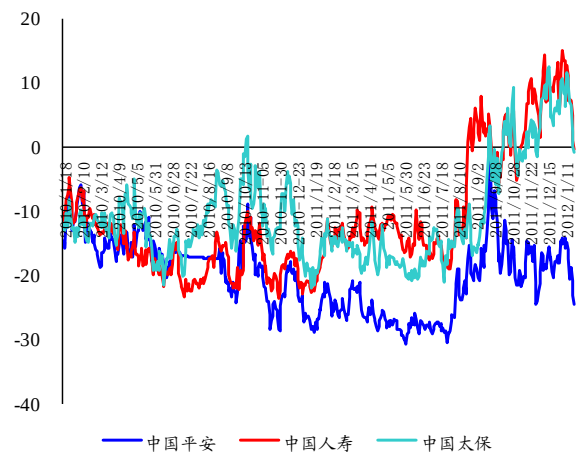
数据来源：公司公告，国泰君安证券。

图 44: 平安超额估值反弹空间最大



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 45: 平安 A/H 股折价率达-24.56



数据来源：公司公告，国泰君安证券

作者简介:

彭玉龙:

执业资格证书编号: S0880511010025

电话: 021-38676683

邮箱: pengyulong@gtjas.com

熊林（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880111090083

电话: 021-38674924

邮箱: xionglin010833@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。
以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail	gt.jaresearch@gt.jas.com		